

第1章

国際資本移動の構造変化と資本輸出国 としての日本の役割

はじめに

国際資本移動は1980年代初頭の債務危機以来大きく変化した。この変化は外国からの借入に頼る途上国にとって厳しい圧力となっている。そのため世界の資本市場においてどのようにして途上国に新たな資金を供給するかがさし迫った問題となっている。一方80年代初頭以来、日本は世界における資本輸出国として最も重要な位置を占めるようになった。日本の純資本輸出額（貿易収支黒字額で推定されている）は第1表で示されているように、すべての途上国の純借入れ額合計のほぼ2倍にもなるのである。したがって日本の資本輸出のあり方は世界経済に大きな影響を及ぼしつつある。

本章はここ10年間における世界の資本フローの構造変化を考察し、途上国の借入れという見地から、国際資本市場の効率改善のための視点を日本の役割に重要性をおきつつ提示することを目的としたものである。第1節、第2節では、1970年からの世界の資本フローと日本の資本輸出の両方においてその構造変化のおおまかな概観をとらえ、第3節ではこの変化の原因を経済理論から論議し、資本市場においての情報の不完全性に由来すると思われる世界の資本市場での「市場の失敗」がもたらす困難を強調したい。

第3節は、世界の資本フローの非効率性をいかにして取り除くかという政策問題を取り上げる。もし最近の資本フローの構造変化が「市場の失敗」という特徴をもつのであれば、われわれはそれに直接取り組むべきであろう。これに関連して、仲介者としての国際機関の役割をも考察する。最後に、いくつかの短い結論が述べられている。

議論を始めるにあたって、まず本章は世界の資本フローの市場メカニズムの研究に限られたものであることを明らかにしておかなければならない。したがって途上国への援助に関する議論は、重要ではあるけれどもここでは取り上げられていない。

第1節 資本フローの構造変化—「債務危機」とその影響—

資本フローの構造変化：1980年代に明らかとなったいくつかの途上国の「債務危機」は国際資本市場に大きな影響を及ぼし続けている。たとえば途上国への銀行貸付は1983年から急激に減少している。ワトソン他（1986年）の推計によると、途上国への銀行の債権の合計額は、84年中には83年中に記録された380億ドルの半分以下である160億ドルしか増えなかった^[1]。さらに途上国は85年前半期には、84年の同じ期に銀行から借りることのできたわずか4分の1である10億ドルを借りたにすぎないと概算される。70年代から80年代初めまでの期間に、銀行貸付が途上国の外部資金の圧倒的に重要なシェアを占めていたことから、この手段を通じる資金フローの縮小が、多くの途上国にとって経済政策運営を非常に困難にさせるものであったことは、容易に想像できるであろう。事実、途上国の経常収支赤字は、途上国に対する銀行貸付が減少するにつれて著しく減少した。以上から明らかなように、途上国の多くは国内の経済的厚生を犠牲にして経常収支を改善したのである。

ある経済における純資本輸出（輸入）額は、その経常収支黒字（赤字）に等しくなければならない。第1表は主な経済といくつかの地域の累積資本輸

第1表 累積貿易収支¹⁾

(単位: 100万ドル)

	1972～76	1977～81	1982～86
アジア ²⁾	-19,624	-55,181	-46,901
中国	-258(- 0.1)	-1,383(- 0.1)	-1,245(- 0.1) ³⁾
インド	-247(- 0.1)	-13,529(- 2.0)	-18,559(- 2.5) ³⁾
インドネシア	6,747(5.6)	27,819(8.9)	14,385(4.1) ³⁾
韓国	-5,339(- 5.7)	-14,664(- 5.2)	-1,206(- 0.3)
マレーシア	2,725(6.4)	8,570(8.6)	9,606(6.4)
フィリピン	-2,612(- 3.9)	-7,775(- 5.2)	-6,494(- 3.8)
シンガポール	-9,237(-38.9)	-17,861(-36.1)	-21,998(-25.5)
タイ	-1,851(- 2.9)	-7,123(- 5.1)	-6,822(- 4.3) ³⁾
日本	28,667(1.3)	65,290(1.3)	242,440(3.6)
アメリカ	-11,600(- 0.2)	-146,060(- 1.2)	-482,530(- 2.6)
先進工業国 ⁴⁾	-27,298	-62,950	118,349
石油輸出国	233,776	512,355	234,555
非石油輸出国	-135,662	-266,641	139,397

(注) 1) かつこ内は累積貿易収支額の対GDP比率(%)。 2) 日本を除く。

3) 1982～85年。 4) 日本およびアメリカを除く。

(出所) IMF, *International Financial Statistics: Yearbook*, 1987.

出額を貿易収支黒字によって推定したものである。この表は債務危機が国際資本市場を襲った1980年代初めからの世界の資本フローの激しい変化を示している。途上国、特に非産油途上国は70年代において最大の資本借入国（つまり、純輸入国）であった。80年代からは、アメリカが国際資本市場において最も積極的な借入国となっており、国際資本市場から途上国の借手を締め出しているかにみえる。

先進諸国資本市場の不安定性：1980年代からの世界の資本フローにおける変化の原因の一つとして、アメリカの財政赤字があげられるが、部分的には途上国の債務危機をきっかけとして生じたさまざまな困難によっても説明することができる。途上国の債務危機は銀行業者や他の貸手の借手国への信頼を破壊し、資本市場における借手と貸手の間の情報をいっそう不完全なものにした。経済理論によれば、貸手と借手の間の不完全な情報（情報の非対称

性)は利子率による調整メカニズムを破壊し、貸付市場における信用割当てを引き起こす可能性がある。これは国際銀行貸付市場の現状に対応しているように思われる。なぜなら途上国の多くの借手は厳しい信用割当てに苦しんでいるようにみうけられるからである¹²⁾。

国際資本移動の変化が、債務危機に苦しむ国々に深刻な経済問題を引き起こしただけでなく、先進国の金融・資本市場を不安定なものにしたことにも注目すべきである。この点は世界経済を二つの地域、すなわち工業化された地域と発展途上の地域に分割する単純な理論モデルによって理解できるものである。もしこれら二つの地域の資本移動がスムーズに行われれば、先進地域で用いられた金融政策は両地域での利子率および種々の資産価格に影響するであろう。資本移動は先進地域における金融政策の効果を途上地域の金融市場に伝播するという点で重要である。このことは、先進地域における利子率および資産価格に影響する金融政策のインパクトが資本移動によって多少緩和されることを意味する。

反対にこの両地域間での資本移動が、途上国の借手に対する信用割当てによって妨げられているとしたら、先進地域での金融政策は当該地域の金融市場に、資本が国を越えて自由に移動できるケースよりももっと強く影響するであろう。それゆえに利子率と金融資産価格は、両地域の資本移動が完全な場合より不完全な場合のほうが、もっと大きく変動することが予想できるのである。たとえば1985年9月のG 5では利子率の協調的な切下げに合意し、それを実行に移した。しかしその協調は途上国への資本フローを増加させず、アメリカや日本の先進諸国経済における投機的行動を刺激し、これらの国々の債券価格や株式価格を急速に騰貴させたという結果に終わった。このように債務危機による国際資本市場の崩壊は、(潜在的な債務者である)途上国だけでなく、債権者である先進諸国経済にも深刻な影響を与えている。

資本移動の手段とその変化：債務危機がおきてから、国際資本移動のそれぞれの手段はその相対的重要性を変化させてきた。この構造の変化は国際資

第2表 国際資本市場における銀行貸付と債権発行額(ネット)

(単位:10億ドル, かつこ内は%)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984
債権発行額	23(6.2)	19(4.6)	30(6.9)	50(21.2)	45(24.5)	60(23.8)
銀行貸付	347(93.8)	395(95.4)	404(93.1)	186(78.8)	139(75.5)	192(76.2)
合 計	370	414	434	236	184	252
途上国融資						
債権発行	3	2	4	5	3	5
銀行貸付	59	85	87	51	38	16

(出所) Watson, M. et al., *International Capital Markets: Developments and Prospects*, IMF Occasional Paper 43, February 1986.

本市場のいわゆる「証券化」と呼ばれる現象に関係がある。1970年代を通じて、国際資本移動の最も重要な手段は変動金利の商業銀行貸付という形で代表されるシンジケート・バンク・ローン（協調銀行貸付）であった。この手段によって巨額の資金が途上国に供給された（第2表を参照のこと）。

しかし1980年代の初めから、銀行貸付の相対的シェアは減り、債券のシェアは増加してきた。この構造変化は以下の二つの意味において債務危機によって引き起こされた。第1に、債務危機は国際金融市場において極めて重要な役割を担う有力な銀行を困難に陥れた。第2にこの債務危機の結果、先進工業国の主要な大企業や政府が資本市場で最も重要な借手となる一方、途上国の借手は市場から締め出された。

債務危機はまた、アメリカや日本など先進国の主要銀行が途上国に対する巨額の不良債権を抱えていることを明らかにした。銀行の資産内容が不健全となり、国際金融市場における彼らの信頼性、または資金調達能力は明らかに弱まった。このように主要銀行のほとんどが資金の限界費用の上昇を経験し、金融市場において主要銀行より低い利子率で借りることができる優良な非金融企業が現れるほどであった。そのため銀行を仲介とする国際資本移動は必然的に減少してきた。

さらに多くの先進国の金融当局は銀行に対する規制、すなわち健全経営規制（prudential regulation）を強化し始めた。彼らは銀行の自己資本比率がその

第4表 日本の資本輸出の地域分布（貿易収支による推計）

（単位：10億ドル）

	1971～75	1976～81	1982～86
東南アジア	5.9	9.4	28.6
インド	-1.1(-0.3)	-0.6(-0.1)	1.8(0.1) ¹⁾
インドネシア	-9.0(-7.5)	-31.9(-10.2)	-35.3(-8.8) ¹⁾
韓国	4.1(4.4)	12.9(4.6)	15.5(3.7)
マレーシア	-1.5(-3.6)	-5.1(-5.1)	-6.7(-4.5)
フィリピン	-0.2(-0.3)	0.7(0.4)	0.1(0.1)
シンガポール	4.1(17.1)	8.6(17.4)	13.7(15.9)
台湾	4.6(—)	10.7(—)	11.6(—)
タイ	1.3(2.1)	3.8(2.8)	5.4(2.7) ¹⁾
中国	1.9(0.3)	2.7(0.3)	9.4(0.8) ¹⁾
アメリカ	6.7(0.1)	43.7(0.4)	154.3(0.8)
ラテンアメリカ	8.5	15.9	9.6
ブラジル	1.1(0.3)	-0.4(-0.0)	-5.0(-0.4)
メキシコ	0.1(0.0)	1.3(0.2)	-4.5(-0.7)
中東	-39.6	-95.4	-82.7
西ヨーロッパ	17.8	43.8	66.6
アフリカ	10.5	15.2	8.2
オセアニア ²⁾	-11.2	-16.1	-11.5
合計	8.6	63.2	206.7

（注）数値は貿易収支累積額。かつこ内の数値は対GDP累積額比率(%)。

1) 1982～85年。2) 南アフリカを含む。

（出所）日本銀行『経済統計年報』、およびIMF, *International Financial Statistics: Yearbook, 1987*。

第5表 日本の資本輸出の地域分布（長期資本収支による推計）

（単位：10億ドル、かつこ内は%）

	1972～76	1977～81	1982～86
アメリカ	4.8(24.7)	5.8(17.9)	120.9(43.4)
E C 諸国	1.0(4.9)	-10.0(-30.9)	59.0(21.2)
他のO E C D 諸国	0.5(2.7)	9.6(29.7)	22.3(8.0)
その他非共産圏諸国	9.9(51.2)	14.0(43.4)	51.4(18.5)
国際機関	1.7(8.8)	8.1(25.1)	16.5(5.9)
合計	19.4(100.0)	32.2(100.0)	278.3(100.0)

（注）数値は長期資本収支累積額。

（出所）日本銀行『国際収支統計月報』

第6表 日本の資本輸出の構造

(1) 1972～76年

(%)

	長期資本	直接投資	貿易信用	貸 付	証 券	そ の 他
ア メ リ カ	24.7	10.9	0.8	0.9	1.6	5.0
E C 諸 国	4.9	6.7	-0.4	4.4	-0.1	-5.7
他のOECD	2.7	2.7	0.6	1.5	1.0	-2.9
ONCC ¹⁾	51.2	19.5	9.3	30.4	-2.6	-5.4
国 際 機 関	8.8	—	—	5.0	-0.4	4.3
合 計	100.0	39.9	12.3	31.8	4.3	-7.8

(2) 1977～81年

	長期資本	直接投資	貿易信用	貸 付	証 券	そ の 他
ア メ リ カ	17.9	14.3	0.3	4.0	-0.4	-0.3
E C 諸 国	-30.9	4.1	-0.2	0.8	-30.8	-4.8
他のOECD	29.7	4.4	1.2	12.1	24.5	-12.7
ONCC ¹⁾	43.4	18.8	6.4	37.5	-22.4	-3.0
国 際 機 関	25.1	—	—	7.6	7.4	10.1
合 計	100.0	41.7	11.8	72.6	-21.5	-4.6

(3) 1982～86年

	長期資本	直接投資	貿易信用	貸 付	証 券	そ の 他
ア メ リ カ	43.4	5.6	0.8	0.9	35.7	0.5
E C 諸 国	21.2	2.2	0.9	2.1	16.1	-1.0
他のOECD	8.0	0.6	1.0	3.5	5.6	-2.7
ONCC ¹⁾	18.5	3.6	3.2	7.9	3.3	0.5
国 際 機 関	5.9	—	—	1.4	2.7	1.8
合 計	100.0	12.0	5.5	17.4	63.9	1.2

(注) 1) その他非共産圏諸国。第5表を参照。

(出所) 第5表に同じ。

けでなく70年代の後半にも資本輸出額全体の圧倒的に重要なシェアを占めていたが、その一方、東南アジアに対する資本輸出のシェアは小さいものでしかなかった。この結果は、それぞれの地域に対する日本の貿易収支黒字にもとづいて推計されたものであることを考えると不思議ではない。これらの推計は日本経済がアメリカとの貿易関係にいかに依存しているかを示している。

しかし各地域との二国間貿易収支からの推計が、実際の日本の資本輸出をどの程度正確に近似しているかは、かなり疑わしいものである。同時にこの大まかな推計からは、日本の資本輸出の手段に関しての情報を得ることはできない。第5表は日本銀行によって発表された長期資本収支の統計によるものであるが、これは先ほどの欠点をいくらか克服したものであり、貿易収支による数値よりもこの統計のほうが実際の純資本輸出のより適切な推計方法であるとみなすことができる。さらに資本移動のいくつかの手段がそれぞれの程度重要かに関しての情報も得ることができる。第6表ではそれぞれの手段の相対的シェアが日本の純資本輸出総額から推計されている。たとえば1972年から76年の間では日本のアメリカへの直接投資という形での累積純資本輸出は2億2400万ドルで、同じ時期の純資本総額の10.9%であった(第5表)。しかしこの統計ではいくつかの地域、特に東南アジアへの日本の資本輸出額については何もわからない。

第5表では日本の資本輸出先が五つの地域と一つの機関、すなわちアメリカ、連合王国を含むEC諸国、上の二つの地域を除いた他のOECD諸国、他の非共產主義国(ONCC)、その他の諸国、そして国際機関に分類されている。最初の三つの地域は先進諸国経済をカバーしており、4番目の地域はラテンアメリカ諸国やASEAN諸国といった途上国に対応する。

第5表と第6表の両方から、日本の資本輸出構造に関する以下の命題を導き出すことができる。

(1) 1970年代から80年代の初めにかけて、日本の最も重要な資本輸出先は途上国(ONCC)であった。これらの地域への純資本輸出は、日本の純資本輸出総額のおよそ50%であった。しかし債務危機が表面化した1982年からは、ONCCに対する資本輸出絶対量が1977～81年の140億ドルから、1982～86年には514億ドルと増えたにもかかわらず、この地域への純資本輸出の相対的シェアは半分にまで減少した。途上国に代わって、アメリカや他の先進国への資本輸出が日本の資本輸出の大きなシェアを占めてきている。

(2) 資本輸出の地域分布の変化は、資本輸出の手段の構造変化に関係して

くる。貸付という手段は1970年代を通じて日本の資本輸出に用いられた最も重要な手段であり、平均すると日本の純資本輸出の約50%にのぼるものであった。そして同じ時期に直接投資も約40%を占めていて重要であり、安定したシェアを占めていた。貸付と直接投資は70年代を通じて日本が途上国に対してむしろ着実に資本を輸出していた時に使っていた手段であった。しかし82年から貸付と直接投資の両方とも、日本の資本輸出の手段としてその重要性が著しく失われつつある。

(3) 1980年代初めからの日本の資本輸出の中で相対的にその重要性を増してきたのは、「証券」という手段であり、この手段を通じる資本流出の主な行き先はアメリカである。このことは日本の居住者が外国、特にヨーロッパの資本市場で大量の証券を発行して活発に資金を調達していた70年代と対照的である。また70年代の終り(1977～81)には途上国グループ(ONCC)が日本に対して「証券」を通じる純資本輸出国だったことは注目すべきである。第6表にもあるように、77年から81年の間このグループが「証券」を通じて日本へ輸出した資本の純額は、直接投資を通じての日本から当グループへ輸出された資本純額よりも大きかったのである。

(4) 日本からの資本輸出先として国際機関は1970年代、比較的重要なシェアを占めていたが、80年代の初めからそのシェアは低下してきている。

日本の直接投資：日本の直接投資についてはもっと詳しい数値がある。第7表には直接投資の合計額と地域配分が示されているが、これによると1970年代から80年代にかけて日本の直接投資は著しく増大した。71年(9億ドル)から81年(89億ドル)では約10倍にも増大したのである。その理由の一つとしては、70年ころ日本政府は直接投資を含む資本輸出に関する制限的な規制を緩和し始めたことがあげられる⁽⁵⁾。

一方、アジアへの日本の直接投資は停滞し、相対的なシェアは低下している。その中でインドネシアに対する直接投資は大変重要で、それがアジア全体への直接投資の合計額の半分以上を占める時もあるほどである。したがっ

第7表-1 日本の直接投資

(単位:100万ドル, かつこ内は%)

	1971	1972	1973	1974	1975
ア ジ ア	237(27.6)	402(17.2)	998(28.6)	731(30.5)	1,101(33.6)
インドネシア	112(13.1)	119(5.1)	341(9.8)	375(15.7)	585(17.8)
香 港	41(4.8)	29(1.2)	123(3.5)	51(2.1)	105(3.2)
韓 国	28(3.3)	146(6.2)	211(6.0)	77(3.2)	93(2.8)
マレーシア	12(1.4)	13(0.6)	126(3.6)	48(2.0)	52(1.6)
フィリピン	5(0.6)	10(0.4)	43(1.2)	59(2.5)	149(4.5)
シンガポール	15(1.7)	42(1.8)	81(2.3)	51(2.1)	55(1.7)
台 湾	12(1.4)	10(0.4)	34(1.0)	33(1.4)	24(0.7)
タ イ	9(1.0)	30(1.3)	34(1.0)	31(1.3)	14(0.4)
北 ア メ リ カ	230(26.8)	406(17.4)	913(26.1)	550(23.0)	905(27.6)
ラテンアメリカ	140(16.3)	282(12.1)	822(23.5)	699(29.2)	371(11.3)
中 東	36(4.2)	236(10.1)	199(3.1)	64(2.7)	196(6.0)
ヨ ー ロ ッ パ	84(9.8)	935(40.0)	337(9.6)	189(7.9)	333(10.2)
ア フ リ カ	21(2.4)	34(1.5)	106(3.0)	55(2.3)	192(5.9)
オセアニア	110(12.8)	42(1.8)	208(6.0)	108(4.5)	182(5.5)
合 計	858(100.0)	2,338(100.0)	3,494(100.0)	2,395(100.0)	3,280(100.0)

第7表-2

(単位:100万ドル, かつこ内は%)

	1976	1977	1978	1979	1980
ア ジ ア	1,245(36.0)	865(30.8)	1,340(29.1)	976(19.5)	1,186(25.3)
インドネシア	929(26.8)	425(15.1)	610(13.3)	150(3.0)	529(11.3)
香 港	69(2.0)	109(3.9)	158(3.4)	225(4.5)	156(3.3)
韓 国	102(2.9)	95(3.4)	222(4.8)	95(1.9)	35(0.7)
マレーシア	54(1.6)	69(2.5)	48(1.0)	33(0.7)	146(3.1)
フィリピン	15(0.4)	27(1.0)	53(1.2)	102(2.0)	78(1.7)
シンガポール	27(0.8)	66(2.4)	174(3.8)	255(5.1)	140(3.0)
台 湾	28(0.8)	18(0.6)	40(0.7)	39(0.8)	47(1.0)
タ イ	19(0.5)	49(1.7)	32(0.7)	55(1.1)	33(0.7)
北 ア メ リ カ	745(21.5)	735(26.2)	1,364(29.7)	1,438(28.8)	1,596(34.0)
ラテンアメリカ	420(12.1)	456(16.3)	616(13.4)	1,207(24.2)	588(12.5)
中 東	278(8.0)	225(8.0)	492(10.7)	130(2.6)	158(3.4)
ヨ ー ロ ッ パ	337(9.7)	220(7.8)	323(7.0)	495(9.9)	578(12.3)
ア フ リ カ	272(7.9)	140(5.0)	225(4.9)	168(3.4)	139(3.0)
オセアニア	162(4.7)	165(5.9)	239(5.2)	582(11.7)	448(9.5)
合 計	3,462(100.0)	2,806(100.0)	4,598(100.0)	4,995(100.0)	4,693(100.0)

第7表-3

(単位：100万ドル、かっこ内は%)

	1981	1982	1983	1984	1985
ア ジ ア	3,338(37.5)	1,384(18.0)	1,847(22.7)	11,628(16.0)	1,435(11.7)
インドネシア	2,434(27.3)	410(5.3)	374(4.6)	374(3.7)	408(3.3)
香 港	329(3.7)	400(5.2)	563(6.9)	412(4.1)	131(1.1)
韓 国	73(0.8)	103(1.3)	129(1.6)	107(1.1)	134(1.1)
マレーシア	31(0.3)	83(1.1)	140(1.7)	142(1.4)	79(0.6)
フィリピン	72(0.8)	34(0.4)	65(0.8)	46(0.5)	61(0.5)
シンガポール	266(3.0)	180(2.3)	322(4.0)	225(2.2)	339(2.8)
台 湾	54(0.6)	55(0.7)	103(1.3)	65(0.6)	114(0.9)
タ イ	31(0.3)	94(1.2)	72(0.9)	119(1.2)	48(0.4)
北 ア メ リ カ	2,497(28.0)	2,905(37.7)	2,701(33.2)	3,544(34.9)	5,495(45.0)
ラテンアメリカ	1,811(13.3)	1,503(19.5)	1,878(23.1)	2,290(22.6)	2,616(21.4)
中 東	96(1.1)	124(1.6)	175(2.1)	273(2.7)	45(0.4)
ヨ ー ロ ッ パ	798(9.0)	876(11.4)	990(12.2)	1,937(19.1)	1,930(15.8)
ア フ リ カ	573(6.4)	489(6.3)	364(4.5)	326(3.2)	172(1.4)
オセアニア	424(4.8)	421(5.5)	191(2.3)	150(1.5)	525(4.3)
合 計	8,906(100.0)	7,703(100.0)	8,145(100.0)	10,155(100.0)	12,217(100.0)

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』

て、アジア全体への直接投資は、インドネシアのそれに影響を受け、それと同じ変動パターンを示してきた。

直接投資における変化の特徴は、部分的には日本が直面していたマクロ経済的問題、すなわち円の急騰とアメリカや他の西欧諸国との貿易摩擦を反映したものである。日本の企業、特に大企業はアメリカや他の工業国との貿易摩擦を和らげる意図もあって、それらの諸国に生産基盤を拡張しようとしているのである。

日本の直接投資におけるその他の構造変化も注目すべきものがある。銀行、金融サービス業は直接投資を増大させており、そのほとんどは、先進国の金融センターに向けられている。たとえば、1975年の銀行業と保険業による直接投資は4億5200万ドルでその年の全直接投資総額の9.5%を占めていたにすぎなかったが、85年には38億ドルと全体の31%を占めるに至った。製造業が相対的に不振で、銀行・金融サービス業が順調だという事実は、直接投資

におけるこの変化を説明するものである。

要約：日本の資本輸出の構造変化は、すでに前節において説明された国際資本移動の構造変化と明らかに一致する。国際資本市場において途上国への資本輸出のシェアが低下しているために、貸付や直接投資の相対的重要性は低くなってきている。そしてそれとは対比的に、先進国、特にアメリカは世界資本市場で資金を盛んに調達している。その主な手段は証券である。1982年から86年の間、日本の純資本輸出額の3分の1を少し上回る額が証券という手段でアメリカへ投下された。また同時に、EC諸国も日本からの重要な資本輸出先となってきている。

つまり、1980年代の初めから国際資本市場における資本移動はほとんどすべて先進国に制限されてきている。途上国の立場からみると、この世界資本市場の状況は不適切な「歪み」のようにみえるに違いない。なぜならそれらの国こそ、彼らの国の経済発展を促進するために純資本輸入を必要としているからである。そして日本の現在の資本輸出構造は世界の資本フローの「歪んだ」パターンにむしろ忠実に従っているようにみえるため、途上国はこれに対して失望しているであろう。世界の中で日本は最も重要な資本輸出国であるため、日本の資本輸出が国際資本移動の構造に大きな影響を与えるであろう。資本輸出国として日本がどのように行動すべきかが、将来の世界経済の発展にとって非常に重要な問題なのである。

第3節 国際資本移動の実証的・規範的分析

この節では、世界の資本フローの構造変化の原因を実証的に分析し、いくつかの規範的な問題、特に資本輸出国としての重要性を高めている日本に係わる問題を検討する。

資本市場の構造変化と情報生産：世界の資本フローの主要な手段は1970年代および80年代の初めには貸付であったが、債務危機以来の80年代には証券に転換した。この転換は、世界資本市場での主要借入国が変化したこと、すなわち、途上国の借手が先進国の借手によって締め出されたということに密接に関連するものである。まずこれらの構造変化の意味を理論的に検討してみよう。

構造変化は不完全な情報の程度の違いという点から説明することができる。金融取引は多少なりとも不完全な情報を伴うものであり、そのため金融仲介機関は借手の信用性に関する情報を集めて分析しなければならない。しかし「市場の失敗」のため、金融機関が収集・分析した情報売ることは難しいかもしれない。この情報取引における市場の失敗には二つの原因がある。一つには情報という財の専有可能性 (appropriation) の問題である。情報はコピーが容易で、どんな特殊な情報の売手もその情報をもつ価値のすべてを得ることはしばしば困難である。もう一つはアカーロフ (1970) によって強調されたいわゆる「レモンの問題」である⁽⁶⁾。買手にとって情報の購入を決意する前にその情報の質を評価するのは困難である。そして、情報を購入して特定の目的に使った後、それが役に立たないとか間違っていることが判明するかもしれない。その場合、売手に悪質な情報に対する損害賠償を求めることができるが、それにはやっかいでそして時間を要する手続きが必要である。

情報取引における市場の失敗のため、金融仲介機関は生産した情報を自ら利用する傾向にある。すなわち、金融仲介機関は彼ら独自の証券 (ガレー＝ショー (1960) が「間接証券」と呼んだもの) を発行することによって手に入れた資金を、借手の信頼性に関して自ら生産した情報を利用することによって、貸し付けるのである⁽⁷⁾。これは「間接金融」と呼ばれる、金融仲介活動の形態である。「間接金融」では非金融企業などの最終的借手は銀行やその他の金融機関から資金を調達し、それらの金融機関は家計等に代表される最終的貸手から資金を調達するのである。

金融仲介活動のもう一つの形態は「直接金融」である。「直接金融」では、

最終的借手は「本源的証券」を本来の貸手に直接発行し、金融仲介機関は借手と貸手のどちらにも仲介サービスや情報を提供するが、自らの資金を投じることではないか、たとえあったとしても、自らの資金の投入は本質的な重要性をもたない。この「直接金融」は不完全な情報やその結果として生ずる情報生産の必要性の程度が比較的少ない場合に可能なのである。言い換えると不完全な情報の程度が深刻な局面では間接金融を通じての金融仲介活動が、直接金融を通じてのそれよりも相対的に効率的である。

上のパラグラフに述べられていることがらに対応する事実を示すことは容易である。債券発行は直接金融の代表的な手段である。しかし、債券発行による資金調達は限定されたものである。つまり、有名な企業や政府機関等だけが資本市場で債券を発行できるのであり、金融市場において信頼性に関して確立された評価を得ていない小規模の借手、新規企業は債券発行を許されないか、厳しい制限の下でのみ発行が許される。資本市場における大規模な借手と小規模な借手との区別は、その間に存在する不完全な情報の程度の違いによるものである。前者が信頼性のある借手として広く認められている一方、後者に関する確実な情報は蓄積されておらず、そのため情報の不完全性の程度がいっそう深刻である。このようにして小規模な借手は必要な資金を情報生産の専門業者である銀行や他の金融機関からの借入れに頼らなくてはならない。

国際資本市場における最近の構造変化も同じような論法で説明することができる。1970年代の途上国の借入れの急激な増加は、ユーロ市場などの国際証券市場の拡張によってではなく、銀行貸付の拡張によって支えられた。その理由は、途上国の借手たちに関する情報の不完全性はより深刻であり、不完全情報の状況に弾力的に対応するという点で、銀行部門が比較優位をもっていたからである。

同時に途上国への銀行貸付の拡大は金融革新と銀行家の楽観主義によって促進された。たとえば銀行は途上国への貸付のカントリー・リスクを分散させるため、シンジケート・ローンを広く利用した。それに加えてクロス・デ

フォルト条項は、借入国の政府にその国の借手の債務不履行を防ぐために何か適当な政策手段をとることを強制させる点で有効であると信じられていたのである⁸⁾。何人かの学者は、貸手銀行がいわゆる「ソブリン・ローン神話」という楽観主義に毒されていたのではないかと指摘している。この神話によると途上国へのソブリン・ローンはそれらの国の私企業への貸付とは違って、決して債務不履行にはならないというのである⁹⁾。

債務危機やその危機の原因となった途上国の経済的危機は、国際資本市場における借手が抱いていた楽観主義を一掃し、それらの国々の居住者への貸付を特徴づける情報の不完全性を悪化させた。レサード＝ウイリアムソン(1985)が指摘したように、援助と関連のない(nonconcessional)資本調達的大部分は一般債務借入という形を通じるものである。この融資手段においては、調達資金の投入先プロジェクトが成功するかどうかに関係なしに、借手は一般的な収入を用いて債務を返済することを約束するのである¹⁰⁾。このタイプの貸付は貸手と借手の間の危険分担を明示していない。しかし、借手の側がモラル・ハザードに走るという危険が存在する。貸手が、借手の債務返済能力に非常に懐疑的になったり、あるいは借入国の経済発展に関する肯定的な情報が減少すると、貸手側は将来の損失を避けるために貸付資金を厳しく割り当て、資金供給を抑制する。このように、疑いなく信用できると認識されている者を除く借入国がこの手段で新たな資金調達をすることは困難になるであろう¹¹⁾。

先進国の名のある企業や政府が途上国の借手に代わって国際資本市場でその純資金調達額を増やしている。彼らは資本市場ですでに名声を確立しているために、彼らによる資金調達額の相対的シェアの増加は、国際資本市場における金融仲介過程での情報生産の必要性が減少することを意味する。それゆえ、債券市場とそれに関連した証券市場が、資本移動の手段として貸付市場よりもシェアを高めることになったのである。

信用割当てメカニズムと金融仲介過程の構造についての説明は、国内および国際的な金融メカニズムの双方に適用できるであろう。しかし、貸手に

として借手の行動を監視することが困難であり、両者の利害調整を図るためのルールが十分に確立していないという点からみて、国際金融市場により良くあてはまると思われる。貸手と借手の間にある不完全情報が金融・資本市場の効率的なメカニズムを破壊することを防止するためには、借手を監視する制度、貸手と借手の利害一致を調整するルールを確立すべきである。しかしながら、国際資本市場には、これらの条件を保証する確実なメカニズムは存在しない。このことが国際資本市場に不安定な状態をもたらしている根本的な原因であると見なせるであろう。

直接投資と危険分担の限界：すでに説明したように、一般借入債務は1970年代と80年代の初期に最も広まった資本移動の手段であった。多くの経済学者は途上国への資本輸出のこの形態がもつ欠点を論じているが、その欠点は、一般借入債務には借手から貸手へのリスク移転の明示的な契約が含まれていないことから生ずるのである。一般借入債務の場合には、投資プロジェクトのリスクは借入国の債務不履行（またはその恐れ）を通じてのみ貸手に移転される。途上国の借手はその借入資金によって賄われた投資が良好な収益をもたらしたかどうかに関係なく債務を返済しなければならない。このことは借入国に対して大きな圧力となることがあり得る¹²⁾。

国際資本市場の効率性を高めるためには、より多くの資金をリスク・キャピタル、つまり資金調達者と供給者との間でのリスク分担を明示的に約束する手段を通じて途上国へ供給すべきである。リスク・キャピタルの主な形態の一つは株式への投資であるが、株主となる資本輸出国の投資家は投資プロジェクトのリスクを引き受ける一方で、そこから得られる収益の一部を獲得するのである。

しかし資金供給者の側からみると、ここにも資金調達者のモラル・ハザードの危険が存在する。外部の株主が経営者の資源利用に関する意思決定を的確に監視し、コントロールできないとすると、経営者や企業のその他の内部者たちは、外部の株主、この場合海外の投資家たちの利益を犠牲にして自分

たちの利益の増進に資源を投入する誘因をもつ¹³⁾。たとえば、従業員の福利厚生や一般的な労働訓練などは途上国自体にとっては非常に価値のある資源利用法であっても、海外の株主、出資者にとっては利益の喪失を意味するものであろう。

それゆえ、海外の株主は経営者のモラル・ハザードによる損失を回避しようとして、企業を直接支配したいと望むのも不思議ではない。これが直接投資である。直接投資は伝統的に途上国へリスク・キャピタルを供給する最も重要なメカニズムであったのであり、前節でも述べたように、日本から途上国へ資本が輸出される場合の最も重要な手段でもあったのである。第5表は、直接投資が日本から ASEAN 諸国を含む途上国への資本輸出の最も安定した手段であったことを示している。

かくして、直接投資は途上国への資本輸出の最も重要な手段として期待できる。しかし、直接投資の限界にも十分な注意が払われなければならないであろう。まず第1に、直接投資は途上国に存在する実物資源を海外の主体がコントロールすることを意味する。したがって、外国企業と当事国との間に利害の不一致が生じる可能性は少なくない。前者は金銭的な利益の最大化を求めるが、後者は直接投資による私的な利益ばかりではなく、当然のことながら、直接投資が支配する資源のもたらしうる社会的利益の最大化に関心をもつ。したがって、当事国は外国企業の行動をコントロールし、その裁量権を厳しく制限したいと望むのである。

実際に、ほとんどの ASEAN 諸国は特別な補助政策を用いて基幹産業に対する海外からの直接投資を誘致する一方、外国からの直接投資に対する規制措置をも導入した。いくつかの産業において、外国企業が保有できる株式のシェアに上限を設定したり、より多くの現地労働者を雇用することを求めたりするのがその例である¹⁴⁾。

第2に、資本を輸入する途上国の立場からみると、直接投資が当事国の追求している発展計画と整合的であるという保証はない。なぜなら、直接投資は資本輸出国側のさまざまな条件に強く影響されるからである。関税、非関

税障壁によって手厚く保護されている産業に対して海外から参入する手っ取り早い方法は直接投資である。また、労働集約的産業に属する外国企業は、比較的安価な労働を求めて途上国に工場を建設しようとする。最近では、日本企業が円高の打撃を軽減すると同時に、製品輸出が引き起こした深刻な貿易摩擦を避けるために海外に直接投資を積極的に行っている¹⁵⁾。これらの資本輸出国側の事情は資本を受け入れる側の経済発展戦略とあまり関係がない。むしろ、輸出国側の事情による資本流入は当事国の経済発展に対して不安定な要因となるかもしれない。

国際資本市場の効率性をいかにして改善するか：現在の資本市場の改善問題は次の二つからなっている。一つは多くの途上国が現在抱えている巨額の債務残高をいかに処理するかという問題、もう一つはそれらの途上国へどのようにして新規融資（ニューマネー）を効率的に供給するかという問題である。この二つの問題は相互に密接に関連し合っているが、われわれは注意深くそれらを区別する必要がある。たとえば、多額の債務を無条件で解消すべしという提案は経済学者や政治家の一部から熱心な支持を得ているが、この提案は上の二つのうち第1の問題に関する一つの解決案である¹⁶⁾。累積してしまった債務を処理する方法としては、この種の措置はほとんど避けられないと思われるが、しかし第2の問題との関連では、重大な難点を含んでいるかにみえる。

債務を容易に解消できるという経験は、借手の安易な借入需要を生みだす一方、貸手の側の強い警戒心を生みだすからである。このことは、新規融資を阻害する方向に作用するであろう。債務の解消は第2の問題、つまり途上国に新規融資をいかに効率的に供給するかという問題をなんら解決するものでないことは明らかである。

本稿の考察は第2の問題の解決に一つの見通しを与えている。すでに見たように、資本市場に潜在する「市場の失敗」という困難が、1980年代初期に債務危機をきっかけとしてあらわになった。この市場の失敗は途上国の借手

と先進国の貸手との間に存在する情報の非対称性・不完全性に起因している。それゆえ、世界の資本市場が効率性を高めるためには市場の失敗を取り除く政策が必要である。

貸手と借手との間の情報の不完全性を解消するためには、世界資本市場において「公的機関」が公共的なサービスを供給しなければならない。つまり、公的機関は借手の信頼性について確かな情報を市場に供給すると同時に、借手のモラル・ハザードを監視し、貸手と借手の利害の対立を調停する役割を積極的に演じなければならない。

直接投資は資本の供給者に投資プロジェクトに対するより大きな支配力を与える。このことは、貸手と借手との非対称的情報の困難を軽減する上で有効である。しかし、資本供給者側のこの優位性が借手である途上国にとっては不利な条件となる可能性も強い。現に国際資本市場において直接投資の相対的な重要性が低下しつつあることも考慮しなければならない。このような状況のもとでは、資本市場における公共機関の仲介機能はいっそう重要になるのである。

それでは、誰が国際資本市場における公共機関たりうるのか。日本の政府は、この点に関して「公共機関」とはなりえない。なぜなら、日本政府は資本の供給者としての日本の居住者の立場を代弁せざるをえず、それゆえに資本市場の調停者として必要な中立性を欠いているからである。世銀やIMFのような国際機関が公共財を提供する公共機関の役割を積極的に担うべきである。国際機関はベースとなる資本をあまり増加させることなく仲介者の役割を担うことができるはずである。IMFが債務国に課すコンディショナリティは借入国の信頼性をモニターするシグナルとして役立つであろう。

ベネチア・サミットにおいて日本政府が提出した解決案は、3年間に300億ドルの資金還流を予定するものであったが、その大部分は世銀等の国際機関への出資から構成されるものであった。この提案には途上国向け援助の要素がほとんど含まれていないという点で批判を浴びることになったが、資本市場における公共機関の役割を高めるという視点からみると評価すべき提案

だといえよう。1988年10月に公表されたいわゆる宮沢提案（「中所得債務国問題に関する日本提案」）にも、IMFと日本輸出入銀行との協調融資（アンタイド・ローン）の提案が盛り込まれているが、これまでの議論に立脚すればやはり合理的なスキームと評価すべきであろう。

結 論

本章では、国際資本市場と日本の資本輸出の双方の構造的な変化を考察した。資本移動のパターンは1980年代初頭に表面化した債務危機以降、劇的に変化しており、国際資本市場において途上国側の借手は先進諸国、特にアメリカの借手によって締め出されている状態にある。この構造変化と並行して、資本移動の手段の相対的な重要性も大きく変化した。つまり、国際資本市場において証券という手段が著しく重要性を高めたのである。

これらの構造変化は比較的単純な理論によって説明できる。この論文において強調されたのは国際資本移動における「市場の失敗」であった。具体的にいえば、債務危機の結果、資本市場における供給者にとって情報の不完全性が深刻化した。そのため、多くの途上国はネットの資本輸入を実現することすら困難となっているのである。

国際資本市場における「歪み」を是正すべきであるとすれば、上に述べたような市場の失敗を克服しなければならない。資本市場は資金供給者と調達者との深刻な利害対立を調停する効率的なメカニズムを打ち立てなければならない。世銀やIMF等の国際機関はそのような調停の役割を円滑に果たすべきである。日本もそれら機関の効率性の改善に貢献することができよう。

[注]

- (1) Watson, M. et al., *International Capital Markets: Developments and Prospects*, IMF Occasional Paper 43, February 1986を参照。

- (2) たとえば Stiglitz J. E. and A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, 71, June 1981 を参照。Guttentag=Herring (1984) は国際資本市場における信用割当ての過程を叙述している。Guttentag, J. M. and R. J. Herring, "Credit Rationing and Financial Disorder," *Journal of Finance*, 39, December 1984 を参照。
- (3) Bank for International Settlements, *Recent Innovations in International Banking*, April 1986 を参照。
- (4) シティーコープが貸付債権を売却したのはその典型的な事例である。1986年5月、シティーコープは中小銀行から額面6000万ドルの対メキシコ貸付債権を4000万ドルで購入し、それを自動車メーカーの日産へ転売した。日産はこの債権をメキシコ中央銀行へ売却し、5400万ドル相当のペソを獲得した。日産はそのペソ資金を現地のエンジン工場の出資に用いた。要するに、銀行貸付が以上の手続きを経て株式に変換されたわけである。
- (5) 中谷啓司「昭和60年度の日本の海外直接投資」(『海外投資研究所報』12巻, 1986年11月) を参照。
- (6) Akerlof, G., "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics*, 84, 1970 を参照。
- (7) Gurley, J. G. and E. S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, 1960.
- (8) D. Folkerts-Landau, "The Changing Role of International Bank Lending in Development Finance," *IMF Staff Papers*, 32, June 1985 を参照。
- (9) Plan, R., *External Debt Rescheduling*, Manzsche Verlags und Universitats Buch Handlung, 1985 を参照。
- (10) Lessard, D. R., and J. Williamson, *Financial Intermediation beyond the Debt Crisis*, Institute for International Economics, September 1985 を参照。
- (11) Guttentag and Herring, *op. cit.*
- (12) Lessard and Williamson, *op. cit.*
- (13) これは Jensen と Meckling が指摘した企業金融におけるエージェンシー問題の一例である。Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, October 1976 を参照。
- (14) 日本は他の国の直接投資流入規制を非難できる立場にはないかもしれない。というのは、1970年前後まで日本も厳しい流入規制をとってきたからである。とりわけ、通産省は海外の企業が日本企業の株式の50%以上を保有することを禁止することに強くこだわった。
- (15) 言うまでもなく、対米、対ヨーロッパ向け直接投資が近年急増しているのはこのためである。

- (16) たとえば, Sachs, J., "Managing the LDC Debt Crisis," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 : 1986を参照。